

中信证券股份有限公司
关于包头铝业股份有限公司
股权分置改革
之
保荐意见

保荐机构：中信证券股份有限公司

保荐意见提交日期：二〇〇六年一月

保荐机构声明

作为包头铝业股份有限公司本次股权分置改革的保荐机构，中信证券股份有限公司特作以下声明：

1、本保荐机构与包头铝业本次股权分置改革各方当事人不存在影响本机构公正履行保荐职责的情形，本保荐意见书旨在对本次股权分置改革是否符合包头铝业投资者特别是公众投资者的合法权益作出独立、客观、公正的评价，以供公司全体投资者参考。

2、本保荐意见书所依据的文件、资料由包头铝业提供。包头铝业已向本保荐机构保证：其所提供的为出具本意见书所涉及的所有文件、资料均真实、准确、完整，并对其真实性、准确性和完整性承担全部责任。

3、本保荐机构确信已遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对包头铝业及其非流通股股东和实际控制人进行了尽职调查、审慎核查，并在此基础上出具保荐意见。

4、本保荐意见是基于本次股权分置改革各方均按照本次股权分置改革方案全面履行其所负义务和责任的假设而提出的，任何方案的调整或修改均可能使本保荐机构所发表的保荐意见失效，除非本保荐机构补充和修改本保荐意见。

5、本保荐机构没有委托或授权任何其他机构或个人提供未在本意见书中列载的信息和对本意见书作任何解释或说明。同时，本保荐机构提醒广大投资者注意：本意见书不构成对包头铝业的任何投资建议，投资者根据本意见书做出的任何投资决策可能产生的风险，本保荐机构不承担任何责任。

6、为履行本次股权分置改革工作的保荐职责，本保荐机构已指定一名保荐代表人具体负责保荐工作。

前 言

根据国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发[2004]3号）、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和中国证监会《上市公司股权分置改革管理办法》（证监发[2005]86号）以及国资委《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》等有关文件精神，为了保持市场稳定发展、保护投资者特别是公众投资者的合法权益，包头铝业全体非流通股股东提出股权分置改革动议，并以书面形式委托包头铝业董事会召开A股市场相关股东会议，审议公司股权分置改革方案。

中信证券受包头铝业董事会委托，担任本次股权分置改革的保荐机构。本保荐意见书系根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《关于上市公司股权分置改革有关问题的通知》、《上海证券交易所股权分置改革业务操作指引》、《上海证券交易所股票上市规则（2004年修订本）》等法律、法规及规范性文件的有关规定编制。

本保荐机构以勤勉尽责的态度，本着客观公正的原则，依据包头铝业提供的有关资料、文件和本保荐机构的尽职调查和审慎核查出具此意见书，旨在对本次股权分置改革是否符合包头铝业投资者特别是公众投资者的合法权益做出独立、客观、公正的评价，以供公司全体投资者参考。

释义

除非特别说明，以下简称在本保荐意见中具有如下含义

包头铝业、公司	指包头铝业股份有限公司
包铝集团	指包头铝业（集团）有限责任公司，为公司控股股东
本方案	指包头铝业股份有限公司本次股权分置改革方案
保荐机构、中信证券	指中信证券股份有限公司
律师	指内蒙古建中律师事务所
国资委	指国务院国有资产监督管理委员会
内蒙古国资委	指内蒙古自治区国有资产监督管理委员会
中国证监会	指中国证券监督管理委员会
上交所	指上海证券交易所
上海登记公司	指中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
相关股东会议	指根据《上市公司股权分置改革管理办法》的规定，由单独或合并持有公司三分之二以上非流通股份的股东，以书面形式委托公司董事会召集 A 股市场相关股东举行的，审议股权分置改革方案的会议
元	指人民币元

一、公司合法合规经营

经核查,截至本保荐意见书出具之日:公司最近三年内无重大违法违规行为,最近十二个月内未被中国证监会通报批评或证券交易所公开谴责;未因涉嫌违法违规正在被中国证监会立案稽查;公司股票未涉嫌内幕交易或市场操纵;公司股票不存在其他异常情况。

二、公司非流通股股份不存在权属争议、质押、冻结情形

经核查,截至本保荐意见书出具之日,公司非流通股股东所持有的包头铝业的股份不存在任何权属争议,亦不存在任何权利限制,包括但不限于质押、冻结的情形。

三、对股权分置改革相关文件的核查情况

本保荐机构确信已遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范,诚实守信,勤勉尽责,对包头铝业及其非流通股股东和实际控制人进行了尽职调查、审慎核查,并在此基础上出具保荐意见。包头铝业已向本保荐机构保证:其所提供的为出具本意见书所涉及的所有文件、资料均真实、准确、完整,并对其真实性、准确性和完整性承担全部责任。

中信证券重点核查了与本次股权分置改革相关的协议、股权分置改革方案、独立董事意见、召开相关股东会议的通知、有权部门批准或授权等文件,确认上述文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

四、对股权分置改革方案评价

(一) 方案概述

1、对价安排的形式、数量

包头铝业全部非流通股股东以所送股份作为对价,支付给改革方案实施股权

登记日登记在册的流通股股东，以换取公司非流通股股东所持股份的流通权。方案实施股权登记日登记在册的流通股股东每持有 10 股流通股，将获得非流通股股东支付的 2.5 股股份。

（二）对价标准的制定依据

1、方案确定的基本原则

股权分置改革方案将遵循以下原则：

（1）符合有关政策规定原则

方案符合国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、《上市公司股权分置改革管理办法》以及证监会和国资委关于股权分置改革的具体规定以及其他有关法律、法规的要求。

（2）兼顾各方利益原则

方案力求兼顾非流通股股东、流通股股东以及上市公司各方利益，实现多方“共赢”，彻底解决股权分置问题。

（3）简便易行原则

以尽可能简便易行、通俗易懂的方式支付对价，易于各方理解，有利于股权分置改革的顺利实施。

（4）维护市场稳定原则

股权分置改革过程中应尽量减少股价波动，维护市场稳定。

2、对价安排确定的出发点

兼顾非流通股股东和流通股股东的利益，切实保护流通股股东的利益不受损失，非流通股股东支付的对价水平能保护流通股股东所持股票平均市值不因股权

分置改革遭受损失。

3、对价安排确定依据

(1) 改革流通股股东持股成本的确定

截至 2006 年 1 月 19 日，包头铝业流通股 5 日均价为 4.33 元、10 日均价为 4.15 元、30 日均价为 3.86 元、120 日均价为 3.62 元，1 月 19 日收盘价为 4.59 元。为充分保护流通股股东利益，本方案以 5 日均价 4.33 元为流通股的持股成本。

(2) 方案实施后合理股价估计

参考境外成熟市场铝业上市公司的平均市盈率水平，以及目前已完成股改的冶金类上市公司的平均市盈率水平，同时考虑到包头铝业的生产规模、行业地位、竞争能力和发展潜力，本方案采用 11.73 倍的市盈率水平作为测算依据。

截至 2005 年第三季度末包头铝业每股收益为 0.23 元。预期包头铝业 2005 年每股收益 0.30 元（数据来源：中信证券研究部），估计改革后包头铝业的合理市场股价为 3.52 元。

(3) 理论对价比例的测算

假设：

- R 为非流通股股东为使非流通股份获得流通权而向每股流通股股东支付的股份数量；
- 股权分置改革前流通股股东的持股成本 P；
- 股权分置改革方案实施后股价为 Q。

为保护流通股股东利益不受损害，则 R 至少满足下式要求：

$$P = Q \times (1 + R)$$

如前所述，以 4.33 元为流通股股东的持股成本 P，以 3.52 元作为股权分置改革后公司股价的估值水平 Q，则 R = 0.23 股。

为充分保护流通股股东的利益，包头铝业公司全体非流通股股东同意向本方案实施股权登记日登记在册的全体流通股股东每 10 股支付 2.5 股股票，较理论测算的对价每 10 股多支付 0.2 股。

4、结论

在本次股权分置改革方案中，以包铝集团为主的全体非流通股股东为获得其持有股份流通权而以其所持有的股份向流通股股东做对价安排，股权登记日登记在册的流通股股东每持有 10 股流通股获付 2.5 股股份，降低了包头铝业流通股股东的持股成本，使流通股股东的市场风险得到较大幅度的释放。因此，保荐机构认为包头铝业股权分置改革的对价安排兼顾了全体股东的即期利益和远期利益，有利于公司长远发展和市场稳定，充分保护了流通股股东的权益。

（三）本次股权分置改革对股东权益的影响

1、对价保护了流通股股东的利益

本方案确定对价的出发点是：兼顾非流通股股东和流通股股东的利益，切实保护流通股股东的利益不受损失，非流通股股东支付的对价水平应能保护流通 A 股股东所持股票市值不因股权分置改革遭受损失。公司对流通权对价的测算及最终实际支付对价的确定，充分贯彻了上述原则。

非流通股股东向流通股股东支付对价后，降低了流通股股东的持股成本，使流通股股东的市场风险得到了较大幅度的释放。

2、方案实施后流通股股本比例提高

于本方案实施股权登记日在册的流通股股东，在无须支付现金的情况下，将获得 3500 万股流通股，流通股股东拥有的股权比例将由 32.48% 提高到 40.60%。

	方案实施前		方案实施后	
	股份（股）	占总股本比例	股份（股）	占总股本比例
社会公众股	140,000,000	32.48%	175,000,000	40.60%

非流通股股东	291,000,000	67.52%	256,000,000	59.40%
其中：				
包铝集团	277,337,400	64.35%	243,980,669	56.61%
内蒙古电力（集团）有限责任公司	3,903,600	0.91%	3,434,095	0.79%
贵阳铝镁设计研究院	3,253,000	0.76%	2,861,746	0.66%
深圳市北方投资有限公司	1,951,800	0.45%	1,717,047	0.40%
北京轻工供销有限公司	1,951,800	0.45%	1,717,047	0.40%
中国有色金属工业华北供销公司	1,301,200	0.30%	1,144,698	0.27%
内蒙古远源科贸有限公司	1,301,200	0.30%	1,144,698	0.27%
总股本	431,000,000	100%	431,000,000	100%

（四）方案实施过程中保护流通股股东权益的措施

1、自相关股东会议通知发布之日起，公司为流通股股东主张权利、表达意见提供电话、传真、电子邮件等沟通渠道。在相关股东会议通知发布之日起十日内，流通股股东可以通过上述渠道主张权利、表达意见。

2、在召开相关股东会议之前，公司将不少于两次公告召开相关股东会议的催告通知。

3、本次相关股东会议中，流通股股东对本次股权分置改革方案进行投票可以采取现场投票或由公司董事会办理委托投票或通过网络投票行使投票权。

4、公司董事会将负责办理向流通股股东就股权分置改革方案征集投票权事宜。

5、相关股东会议就股权分置改革方案做出决议，不仅需经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过，而且还需经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过。

五、实施股权分置改革方案对公司治理产生的影响

长期以来，由于历史原因形成的同股不同权、同股不同利的现象，造成了股东权利和责任的不对等，客观上加剧了非流通股股东和流通股股东的利益不一致。合理解决股权分置的问题，有利于消除或减轻非流通股股东与流通股股东利益的不一致，形成上市公司较为完善的外部监督体系，改善上市公司的治理结构。

股权分置问题解决前，非流通股股东只能通过股利收入分享上市公司的收益，而无法获得股价上涨带来的投资收益，二级市场的股价变化对非流通股股东的影响非常有限。股权分置改革方案实施后，二级市场的股票价格变化将直接影响原非流通股股东所持股份的价值，这就使得原非流通股股东与流通股股东的利益趋向一致。

通常上市公司的外部监督主要通过政府监管、媒体监督和市场监督三个渠道实现，其中市场监督具体体现为通过二级市场股价的变化，从而形成对上市公司经营的监督压力。股权分置改革前，由于二级市场股价变化对非流通股股东的影响非常有限，市场监督的作用不能够得到充分发挥。股权分置改革后，市场监督的作用将充分发挥作用，从而有利于形成较为完善的上市公司外部监督体系。

综上所述，我们认为，包头铝业此次股权分置改革将使非流通股股东与流通股股东的利益趋于一致，促进公司形成有效的多层次监督体系，公司的治理结构将得到改善。

六、关于保荐机构有无影响公正履行保荐职责情形的声明

（一）中信证券及其大股东、实际控制人、重要关联方不存在持有上市公司的股份合计超过百分之七的情况；

（二）上市公司及其大股东、实际控制人、潜在实际控制人、重要关联方不存在持有或者控制中信证券的股份合计超过百分之七的情况；

（三）中信证券的保荐代表人或者董事、监事、经理、其他高级管理人员不存在拥有包头铝业权益、在包头铝业任职等可能影响公正履行保荐职责的情况；

(四)截至公司董事会公告股权分置改革说明书的前两日,中信证券或经办保荐代表人不存在持有包头铝业股票的情况;2005年12月28日中信证券卖出持有的包头铝业流通股369,125股,除此之外,中信证券及经办保荐代表人未有在改革说明书公告前六个月内买卖包头铝业流通股股份的情况。

(五)中信证券不存在其他可能影响公正履行保荐职责的情况。

七、保荐机构对非流通股股东相关承诺的可行性分析

(一)股票对价的支付能力的分析

本次股权分置改革前,公司非流通股股东共持有包头铝业非流通股291,000,000股,不存在权属争议、质押、冻结等情形。根据包头铝业的股权分置改革方案,非流通股股东共需支付的对价为35,000,000股,公司非流通股股东目前持有的不存在任何权属争议、质押、冻结的股份足以支付上述对价。

(二)分步上市安排

公司全部非流通股股东已出具承诺,自非流通股股东所持非流通股获得“上市流通权”之日(即:方案实施的股权登记日后的第一个交易日)起,在12个月内不上市交易或者转让。此外,包铝集团承诺,在前项承诺期期满后,通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量占包头铝业股份总数的比例在12个月内不超过5%,在24个月内不超过10%。

公司全部非流通股股东持有的有限售条件的流通股份的冻结、部分解除冻结、全部解除冻结程序,均须事先取得上海证券交易所的同意,并申请登记结算公司通过交易结算系统对股份的分步上市进行技术处理。

因此在取得上海证券交易所的同意,以及登记结算公司的交易结算系统对非流通股股东持有的包头铝业有限售条件的流通股股份解除冻结之前,非流通股股东无法通过证券交易所以挂牌交易方式出售所持有的公司股份。

由上海证券交易所和登记结算公司对非流通股股东持有的有限售条件的流通股股份的分步上市流通进行审批和技术监管,使该项承诺具有较强的可操作性。

本保荐机构认为公司非流通股股东为履行相关承诺所采取的措施切实可行。

八、保荐机构认为应当说明或提请投资者关注的其他事项

(一) 本次股权分置改革方案及事项尚须包头铝业相关股东大会表决通过后方可实施,相关股东大会就董事会提交的股权分置改革方案做出决议必须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过,并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过后本次股权分置改革方案方可生效。股权分置改革与各位股东的利益切实相关,为维护自身合法权益,本保荐机构特别提请各位股东积极参与公司相关股东大会并充分行使表决权。

(二) 相关股东大会召开前公司将不少于两次发布召开相关股东大会的催告通知,公司将为股东参加表决提供网络投票方式,董事会将向流通股股东就表决股权分置改革方案征集投票权。

(三) 审议本次股权分置改革方案的公司相关股东大会的股权登记日为 2006 年 2 月 20 日,该日下午收市时在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的公司股东有权参加本次股东大会进行投票表决。公司董事会将在本次股权分置改革方案获得国有资产监督管理部门批准和股东大会批准后发布《股权分置改革方案实施公告》,公布股权分置改革方案实施的股权登记日,对方案实施股权登记日下午收市时在上海登记公司登记在册的公司流通股股东支付股票对价。

(四) 公司本次股票的首次停牌时间为 2006 年 1 月 23 日起停牌,最晚于 2 月 15 日复牌,此段时期为股东沟通时期;公司股票第二次停牌时间为相关股东大会股权登记日次日至相关股东大会决议公告日,本保荐机构提请投资者注意。

(五) 股权分置改革是解决我国股权分置问题的创新和方式探索,在尚处于初级阶段和发展当中的我国证券市场,该等事项蕴含一定的市场不确定风险;二级市场股票价格受公司情况、股票供求关系、宏观经济走势、国家相关政策以及投资者心理等多种因素的影响,公司存在股票价格较大幅度波动的风险。本保荐机构特别提请投资者充分关注。

(六) 中国铝业公司与内蒙古自治区人民政府已于 2003 年 6 月 13 日签订了《内蒙古自治区人民政府、中国铝业公司关于包铝集团纳入中国铝业公司的备忘录》、《关于包头铝业(集团)有限公司股权划转协议》，规定：

(1) 内蒙古自治区人民政府将所持有包铝集团股权的 80% 及相应债权债务划拨给中国铝业公司，另 20% 股权及相应债权债务划拨给包头市人民政府。

(2) 协议经国务院国有资产监督管理委员会批准后正式生效。

国务院国有资产监督管理委员会已于 2003 年 9 月 30 日以《关于包头铝业(集团)有限公司国有股权划转问题的批复》(国资产权函[2003]270 号) 批准了股权划转协议。

中国铝业公司已于 2004 年 4 月 23 日出具承诺函，承诺“通过股权划转接收包头铝业(集团)有限责任公司的工作在包头铝业股份有限公司上市 12 个月内不再启动”。

中国铝业公司目前为包铝集团的潜在实际控制人，在股权划转的相关法律手续全部办理后，中国铝业公司将成为包铝集团的实际控制人。

中国铝业公司系国务院代表国家履行出资人职责的大型国有控股企业，属国家授权投资机构。其经营范围包括：依法经营国家投资形成的国有资产和国有股权；经营铝、镁矿产资源的勘探、开发；铝、镁矿产品、冶炼产品、加工产品、碳素产品及相关有色金属产品的生产和销售；开展与上述业务有关的国内外融资业务；经营相关有色金属及矿产品等产成品进出口业务以及进料加工和“三来一补”业务；经营对外贸易和转口贸易；从事勘察设计、工程建筑总承包、建筑安装、设备制造、技术开发和技术服务、中介服务等业务。自营和代理各类商品及进出口业务；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易；承包境外有色金属行业工程和境内国际招标工程；承包上述境外工程的勘测、咨询、设计和监理项目；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员。

(七)本次股权分置改革方案仍需国有资产监督管理部门批准及公司相关股东表决通过后方可实施,能否获得批准存在一定的不确定性,请投资者审慎判断本次股权分置改革对公司投资价值可能产生的影响。

(八)本保荐意见书旨在就本次股权分置改革程序是否公平、合理做出独立、公正、客观的评价,虽然我们对对价支付的合理性及对流通股股东权益的影响进行了评估和分析,但并不构成对包头铝业的任何投资建议,对于投资者根据本保荐意见所做出的任何投资决策可能产生的风险,本保荐机构不承担任何责任。

(九)本保荐机构特别提请各位股东及投资者认真阅读与本次股权分置改革相关公告、股权分置改革说明书及相关信息披露资料,并在此基础上对本次股权分置改革可能涉及到的风险进行理性分析,做出自我判断。

九、保荐机构意见

(一)主要假设

本保荐机构就本次股权分置改革发表的意见建立在以下假设前提下:

- 1、本次有关各方所提供的资料真实、准确、完整;
- 2、所属行业的国家政策及市场环境无重大的不可预见的变化;
- 3、无其他人力不可预测和不可抗因素造成的重大不利影响;
- 4、相关各方当事人全面履行本次股权分置方案。

(二)对本次包头铝业股权分置改革发表的保荐意见

本保荐机构在认真审阅了包头铝业提供的股权分置改革方案及相关文件后认为:包头铝业本次股权分置改革方案体现了公开、公平、公正、诚实信用和自愿的原则;公司及非流通股股东按照法律程序履行了相关信息披露义务,股权分置改革的程序及内容符合相关法律、法规及中国证监会《上市公司股权分置改革

管理办法》的有关规定。基于上述理由，本保荐机构愿意推荐包头铝业股份有限公司进行股权分置改革。

十、保荐机构

保荐机构：中信证券股份有限公司

注册地址：深圳市罗湖区湖贝路 1030 号

法定代表人：王东明

保荐代表人：梅挽强

项目主办人：王超男、高愈湘、黄立海、王伶

联系地址：北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦五层

邮编：100004

联系电话：010 - 84588888

传 真：010 - 84865610

十一、备查文件目录

- (一) 保荐协议；
- (二) 非流通股股东关于包头铝业股份有限公司股权分置改革之协议书
- (三) 内蒙古自治区国有资产监督管理委员会对包头铝业股权分置改革方案的意向性批复；
- (四) 非流通股股东的承诺函；
- (五) 法律意见书；
- (六) 保密协议；
- (七) 独立董事意见函。

(此页无正文，为保荐意见书签字盖章页)

保荐代表人：

中信证券股份有限公司

二 六年一月二十日